

## TBF FIXED INCOME

### Von der Dynamik an den globalen Rentenmärkten profitieren

15.12.2022

**W**enn nicht jetzt, wann dann? So könnte man den Grund für den Launch des TBF FIXED INCOME prägnant zusammenfassen. Die Renditen der globalen Rentenmärkte stagnierten lange auf unattraktiven Niveaus. Seit kurzem steht das Segment jedoch vor einem regelrechten Neustart. Mit aktivem und erfahrener Management ist hier noch genügend Upside im Markt, was Guido Barthels und Roman Kostal abschöpfen wollen.

*von Guido Barthels, Senior Portfoliomanager  
sowie Roman Kostal, Senior Portfoliomanager,  
TBF Global Asset Management GmbH*

#### **Ein Rückblick: Zum ersten Mal in der Geschichte intervenieren Zentralbanken und Regierungen an den Kapitalmärkten**

Seit der großen Depression Ende der 20er Jahre des letzten Jahrhunderts waren die folgenden Krisen der vergangenen 50 Jahre in erster Linie lokal oder bestenfalls regionaler Natur. Dem Schwarzen Montag im Oktober 1987 folgten die Asienkrise und Russlandkrise 1995/96 mit dem resultierenden Kollaps von LTCM. Die Lehman Pleite 2008 mit der darauffolgenden großen Finanzmarktkrise wurde zweifellos erfolgreich mit konzertierten Aktionen von Notenbanken und Regierungen bekämpft und eine erneute weltweite Depression im Stil der 20er Jahre vermieden. Konjunkturprogramme wurden aufgelegt, Zinsen wurden gesenkt und das erste Mal im größeren Stil Anleihen erworben mit der Zielsetzung die Marktrenditen nach unten zu bewegen. Mario Draghi „Whatever it takes“ als Antwort auf die Euroschuldenkrise in 2012 funktionierte nur aufgrund der hohen Kreditwürdigkeit der Notenbanken. Viele kritische Stimmen, die meinten, dass die Notenbanken weltweit außerhalb ihres Mandats unterwegs seien,

und tatsächlich Staatenfinanzierung betreiben würden, verhallten weitestgehend ungehört und wurden sogar zum Teil von obersten Gerichten zurückgewiesen. Bücher wie beispielsweise „Dieses Mal ist alles anders“<sup>1</sup>, die von namhaften Wirtschaftswissenschaftlern verfasst wurden als Warnung vor unbeabsichtigten Konsequenzen dieser unheiligen Allianz zwischen Regierungen und Notenbanken, die ein scheinbares Perpetuum Mobile zur Schuldenfinanzierung von Wahlversprechen gefunden geglaubt zu haben, verstaubten in Bücherregalen.

#### **Corona: und plötzlich steht die Welt (wirtschaft) still**

Plötzlich kam der viel befürchtete „Minsky-Moment“ und die globalisierte Welt stand vor dem Abgrund. Weltweite Lockdowns führten zu einem Zerreißen der extrem langen und damit fragilen Lieferketten. Im März 2020 wurde die Weltwirtschaft erneut nach 12 Jahren synchronisiert und auf Null gestellt. Die Staaten hatten ihre durch den Lehman-Kollaps aufgehäuften Schulden nicht abgebaut, da die niedrigen Zinsen dies nicht als notwendig erscheinen ließen. Konjunkturprogramme mussten her. In einem nie zuvor dagewesenen Ausmaß legten die Staaten Hilfsprogramme für Firmen und Privatpersonen auf. Der IWF schätzt, dass viele G7 Staaten etwa 30 bis 40% ihres Bruttoinlandsprodukts für diese Programme aufwendeten.<sup>2</sup> Gigantische Summen mit Schulden finanziert, die dann direkt durch die Notenbanken aufgekauft wurden.

Man sagt ja, dass der Zweck die Mittel heilige. Das gilt sicherlich in diesem Fall auch, denn bislang sind Hungersnöte und Massenarbeitslosigkeit ausgeblieben. Zumindest solche, die nicht in Zusammenhang mit Kriegen stehen.

<sup>1</sup> „Dieses Mal ist alles anders“: Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff, Finanzbuchverlag 2010, ISBN 978-3-89879-564-

<sup>2</sup> <https://www.bmwk.de/Redaktion/DE/Schlaglichter-der-Wirtschaftspolitik/2021/06/04-im-fokus.html>

## Der Zins als Informationsquelle wurde irrelevant

Also alles gut? Nein, eher nicht, denn die konzertierten Aktionen der Regierungen und Notenbanken haben naturgemäß zu einer starken Ausweitung der Geldmengen geführt.

Einer der unbeabsichtigten Konsequenzen ist, wenn man Milton Friedman glaubt, die Inflation. Denn laut Friedman ist Inflation immer und überall ein rein monetäres Phänomen. Unkontrolliertes Wachstum der Geldmenge führe damit zwangsläufig zu einer unkontrollierten Inflation. Grafik 1 zeigt die deutliche

**Grafik 1: Geldmengenwachstum in der Eurozone und den USA.**



Quelle: Bloomberg, TBF

**Grafik 2: Geldmengenwachstum in den USA und jährliche Inflationsrate um 16 Monate verschoben.**



Quelle: Bloomberg, TBF

Geldmengenausweitung in der Eurozone und in den USA. Grafik 2 zeigt dann noch zusätzlich die Inflationsrate in den USA um 16 Monate nach geschoben. Falls man diesem strikten Zusammenhang Glauben schenkt, hätten wir zumindest in diesen beiden Volkswirtschaften bereits das Schlimmste in Bezug auf Inflation hinter uns gelassen.

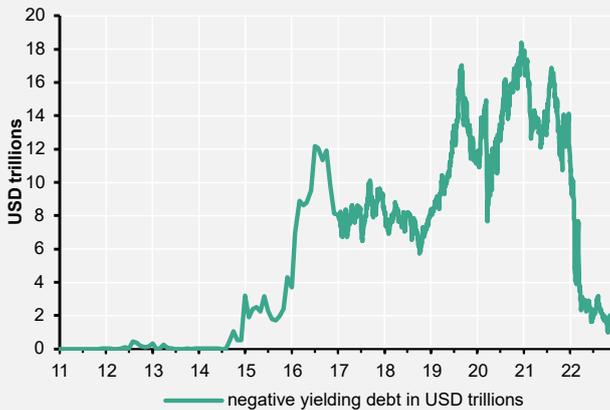
Allerdings ist die Inflation nicht nur die einzige Folge dieser Geldpolitik. Eine weitere, eventuell bedeutendere Folge ist die aktuell fehlende Information des Zinses. Üblicherweise gehen hohe Zinsen mit hohem Risiko einher, während niedrige Zinsen das Gegenteil bedeuten, bei gleicher Kapitalbindungsdauer. Durch die Anleihekäufe der Zentralbanken ist nicht nur diese Information verloren gegangen, sondern suggeriert sogar das Gegenteil. Investoren, die risikoarme Anlagen suchen, wie beispielsweise Pensionsfonds, wurden gezwungen in deutliche risikantere Anlageklassen zu migrieren. Als im Oktober 2022 während der britischen Regierungsturbulenzen die Renditen der britischen Gilt stark anstiegen, kam das gesamte Pensionsystem in Schieflage und musste von den Behörden aufgefangen werden.<sup>3</sup> Die Pensionsfonds hatten über Derivate ihre Investitionen gehebelt um in der Niedrigzinsphase ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können. Andere Anleger sind die Kreditkurve heruntergestiegen, um Renditeziele zu erreichen. Auch hier gab es an der einen oder anderen Stelle ein böses Erwachen, da ein High Yield Markt nicht einfach ein Staatsanleihenmarkt mit höheren Renditen ist, sondern eine ganz andere Funktionsweise besitzt. Ohne die Zentralbankkäufe wäre dies in dem Umfang wohl nicht passiert. „Unintended consequences“.

Durch die extrem niedrigen Marktzinsen sind auch die Bauzinsen auf Rekordtiefstände gesunken, was zu einem Boom auf den Immobilienmärkten geführt hat. Man könnte eventuell auch bereits von einer Blase sprechen, die beim Platzen Schmerzen verursacht, eventuell auf Kosten von Häuslebauern, die sich aufgrund der zu niedrigen Zinsen übermäßig verschuldet haben. Nach dem Platzen der letzten Immobilienblase war Lehman Brothers Pleite.

Der Zins als Preis des Geldes war lange Zeit verschwunden oder zu niedrig.

<sup>3</sup> <https://www.politico.eu/article/why-we-should-all-be-worried-about-the-crisis-at-uk-pension-funds/>

**Grafik 3 zeigt die gigantische Summe von USD 18 Billionen Anleihen, die in der Spitze eine negative Rendite aufwiesen. Nominal!**



Quelle: Bloomberg, TBF

Der globale Bloomberg Rentenindex mit fast 30.000 Anleihen und einem Marktwert jenseits der USD 60.000 Milliarden hatte am bisherigen Tiefststand im Oktober 2022 21,8% verloren. Gleichzeitig verlor der S&P 500 Aktienindex auch 24,8%, und andere Aktienindizes verloren zum Teil deutlich mehr. Der Wertverlust an den Kapitalmärkten war in der jüngeren Kapitalmarktgeschichte noch nie so hoch, wie im Jahr 2022. Grob geschätzt verloren die börsennotierten Aktien seit Jahresanfang bis Oktober USD 30.000 Milliarden und die Rentenmärkte mehr als USD 13.000 Milliarden. Diese unvorstellbare Zahl ist wie das BIP von China und den USA zusammen!

### Das ist der Status Quo.

**Grafik 4: Zinserhöhungen und Zinssenkungen kumuliert über 3 Monate von 55 Zentralbanken.**



### Die Trendwende: De-Synchronisierung der Volkswirtschaften ermöglicht attraktive Opportunitäten

Aktuell erhöhen nicht mehr alle Zentralbanken im Gleichschritt ihre Leitzinsen. Es erscheint mehr als wahrscheinlich, dass aufgrund der unterschiedlichen Inflationsdynamik in den verschiedenen Wirtschaftsräumen auch die De-Synchronisierung der Volkswirtschaften zunehmen wird. Daher glauben wir, dass jetzt der richtige Zeitpunkt gekommen ist, wieder in globale Anleihen zu investieren.

### Erhöhung der Leitzinsen ohne Rücksicht auf die Kapitalmärkte

Der Anstieg der globalen Inflationsraten seit Beginn 2022 hat dann zu einer nie dagewesenen Kehrtwende fast aller Zentralbanken geführt. Leitzinsen wurden in Rekordtempo erhöht (siehe Grafik 4) ohne Rücksichtnahme auf die Kapitalmärkte.

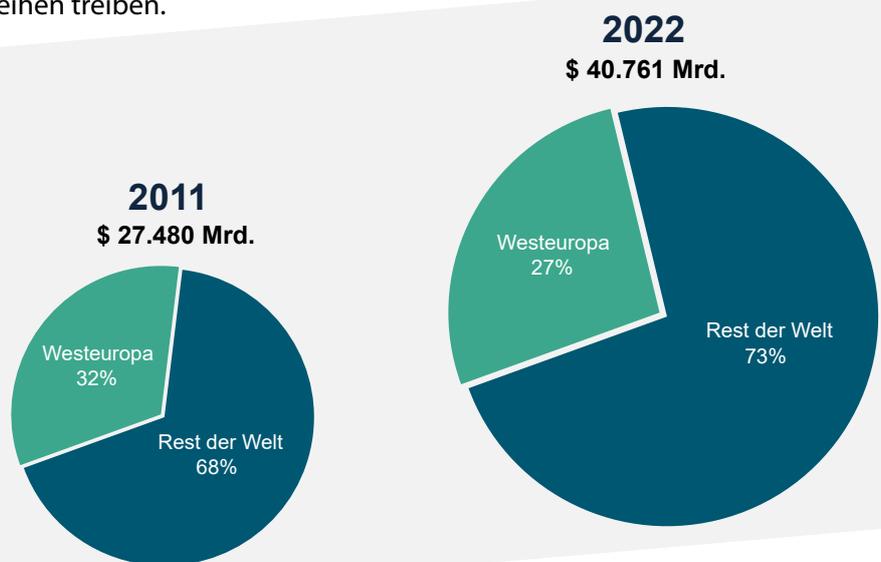
### Im Ausland schlummern die Schätze

Dem deutschen Anleger ist zwar der Heimatmarkt am vertrautesten, über 70% der Investitionsmöglichkeiten sind aber im Ausland vorzufinden. Die globalen Anleihenmärkte für Staats- und Quasi-Staatsanleihen haben im vergangenen Jahrzehnt einen gewaltigen Wachstums- und Entwicklungsschub erlebt: Sie sind seit 2011 von 27.480 Mrd. USD auf über 40.761 Mrd. USD gewachsen (Grafik 5) mit durchschnittlicher Bonität von AA.

Wir erwarten, dass den G4-Ländern eine Periode mit stagnierender Konjunktur, gefolgt von moderaten Wachstumsraten bevorsteht und dass die Geldpolitik der Zentralbanken auf absehbare Zeit sehr kontraktiv bleiben wird, um die galoppierende Inflation in den Griff zu bekommen. Das könnte das langfristige Kapital verstärkt in Länder mit höherem Wachstumspotential und verzinsten Anleihen treiben.

**Grafik 5:**  
Anleihenmärkte für Staats- und Quasi-Staatsanleihen repräsentiert durch Bloomberg Global Agg Treasury und Gov-Related Total Return Index Unhedged.

Datenstand:  
November 2022



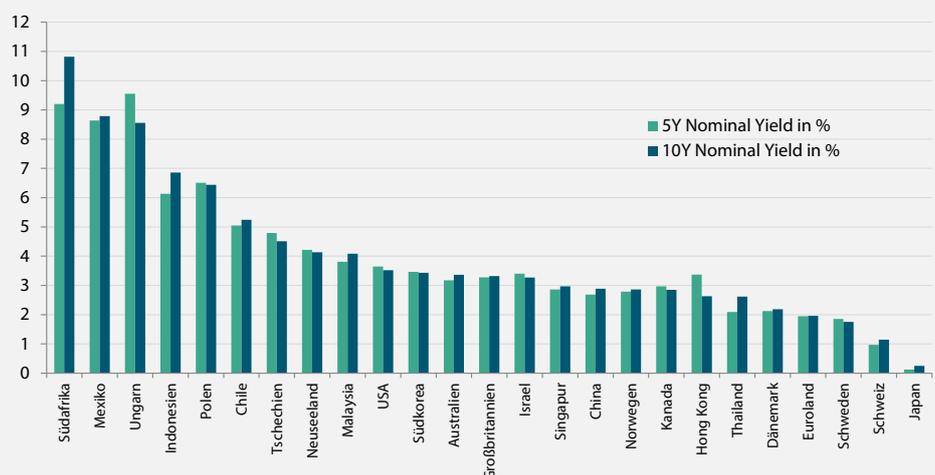
## Ausländische Anleihen überzeugen durch höheres Renditepotenzial

Obwohl das Zinsniveau in der Eurozone derzeit ebenfalls attraktiv erscheint, sind die Renditen der ausländischen Märkte lukrativer (Grafik 6) und die Spreads zu Bunds eher am oberen Rand des historischen Durchschnittes. Sogar japanische Anleihen

sind auf währungsgesicherter Basis attraktiver als Bundesanleihen und sollten als Risikostabilisator (niedrige Korrelation mit anderen Anleihenmärkten) in globalen Portfolios nicht fehlen.

**Grafik 6:**  
Nominalrenditen globalen Anleihenmärkte

Datenstand:  
November 2022



Quelle: Bloomberg, TBF

Ein großer Anreiz in ausländische Anleihen zu investieren ist das Potenzial für höhere Erträge als im Heimatmarkt und die Risikodiversifizierung. Wie die Historie zeigt (Grafik 7), wird es immer wieder einmal ein Jahr geben, in dem der europäische Markt ausländische Anleihemärkte „outperformt“. Der umgekehrte Fall trat in den vergangenen 20 Jahren jedoch häufiger auf. Ausländische Anleihemärkte, gesichert in EUR, haben in den letzten 23 Jahren bessere Erträge erwirtschaftet als die Eurozone.

**Grafik 7:**  
**Rangordnung globalen**  
**Anleihemärkte nach Ertrag**

**Datenstand:**  
**November 2022**

Jahr	Bester Markt*		Eurozone-Rang* (aus 27 Märkten)
	(aus 27 Märkten)	Ertrag in %	
2021	CHINA	16,99	15
2020	ROMANIA	7,27	4
2019	THAILAND	27,45	14
2018	JAPAN	8,89	15
2017	POLAND	10,73	9
2016	INDONESIA	20,24	14
2015	ISRAEL	15,00	14
2014	INDONESIA	26,93	9
2013	ISRAEL	7,94	2
2012	PERU	27,13	6
2011	INDONESIA	26,56	17
2010	INDONESIA	34,85	22
2009	INDONESIA	47,14	15
2008	THAILAND	35,89	7
2007	THAILAND	12,50	11
2006	CZECH	8,69	19
2005	CANADA	26,37	10
2004	SOUTH KOREA	17,33	5
2003	AUSTRALIA	14,33	5
2002	NORWAY	19,87	5
2001	UNITED STATES	12,56	6
2000	UNITED STATES	21,19	4
1999	UNITED STATES	14,52	27

\* Basierend auf Renditen in EUR

Quelle: Bloomberg, TBF

## Staats- und staatsähnliche Anleihen aus OECD-Ländern mit Investmentgrade überzeugen durch Liquidität und Diversifizierungspotenzial

Um größtmögliche Liquidität und Liquidierbarkeit zu besitzen, fokussieren wir uns auf den Bereich der Sovereigns, Supranationals und Agencies (SSA), also Staats- und staatsähnliche Anleihen. Dieses Marktsegment hat nicht nur ein Volumen von mehr als 40.000 US-Milliarden, sondern fast 8.000 einzelne Schuldverschreibungen. Dies bedeutet, dass trotz der großen Bestände von Wertpapieren, die auf den Bilanzen der Zentralbanken ruhen, uns genügend Manövriermasse bleibt. Wir meiden bewusst das Segment der Unternehmensanleihen um uns ausschließlich auf den Top-Down-Investment-Prozess fokussieren zu können.

Durch die Konzentrierung auf die OECD-Staaten<sup>4</sup> stellen wir die Vergleichbarkeit der makroökonomischen Variablen sicher. 50% des weltweiten BIP wird von der OECD abgedeckt. 90% unserer Investitionen werden sich auf dieses Universum beschränken. Als Beimischung zur Renditemaximierung behalten wir uns vor, bis zu 10% in Anleihen von Nicht-OECD-Mitgliedsstaaten und/oder im Segment Non-Investment-Grade zu investieren.

Typischerweise würden wir bei Schwellenländer-Anleihen nur in sogenannte Hard-Currency Anleihen investieren, also Schuldverschreibungen, die in Euro, US-Dollar, oder vergleichbare Währungen begeben wurden. Üblicherweise werden diese Art von Anleihen besser honoriert, als solche in eigener Währung. Des Weiteren sind häufig die Lokalwährungen nicht für Ausländer handelbar.

## Absicherung mit Sinn und Verstand

Es ist unsere Absicht die Währungen unserer Investitionen weitestgehend ungesichert zu lassen. Zum einen um die Kosten der Währungsabsicherung zu

<sup>4</sup> <https://www.oecd.org/about/>

sparen und damit den potentiellen Ertrag unserer Anleger zu erhöhen. Zum anderen sind die allermeisten Währungspaare über einen längeren Zeitraum mean reverting, also sie schwanken um einen Mittelwert.

Im Einzelfall kann es aber auch sinnvoll sein, kurzfristig eine Teilabsicherung in bestimmten Währungen aufzusetzen, wenn beispielsweise Extrempunkte erreicht wurden. Währungsabsicherungen können zum Teil einen Ertrag liefern, wie das aktuelle Beispiel EUR-JPY verdeutlicht: Dadurch dass die Geldmarktzinsen in Japan deutlich unter denen in der Eurozone liegen, bringt eine Währungsabsicherung des Wechselkurses einen Ertrag von 2,7% über ein Jahr. Statt einer zweijährigen Bundesanleihe mit einer Rendite von aktuell 2,06% zu kaufen, könnte es beispielsweise sinnvoller sein einen 2-jährigen JGB zu kaufen mit einer Rendite von 0% und über die Währungsabsicherung 2,7% im ersten Jahr zu erzielen.

**Die Welt im stetigen Wandel:  
Aktives Management und  
volkswirtschaftliche Expertise  
in den Zielmärkten sind  
unerlässlich**

Wir investieren nach einem Top-Down Ansatz. Wir filtern unser Investmentuniversum nach Opportunitäten, indem wir Wachstums- und Inflationsprognosen sowie Geldpolitik in Einklang bringen und dort nach dem für uns besten Chancen/Risiken-Profil zu suchen. Da dies kein statischer Prozess ist, sondern laufend und permanent in einer dynamischen Welt stattfindet, bedarf es hier unbedingt eines aktiven Managementansatzes.

Im Ergebnis selektieren wir die Märkte, die uns in Kombination die besten Ertragsaussichten in einem diversifizierten Portfolio bieten. Wir suchen nach Chancen, wo sich die Renditekurven zweier Märkte, aufgrund von unterschiedlichen Dynamiken der

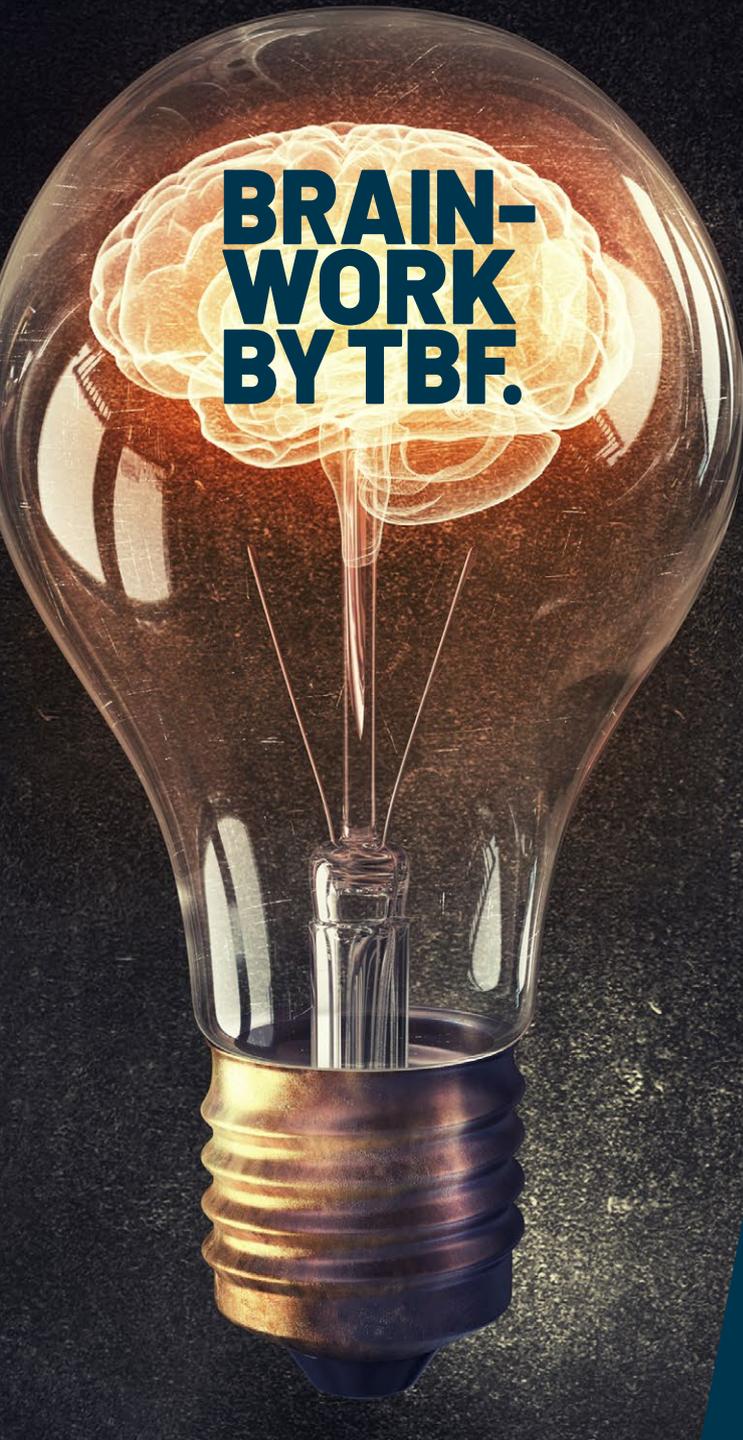
Volkswirtschaften, annähern könnten. Innerhalb der ausgewählten Märkte suchen wir die sogenannten Sweet-Spots auf der Kurve, wo die besten Carry und Roll Erträge zu erwarten sind, also wo die Markt-Forwards sich am meisten von unseren Erwartungen unterscheidet. Des Weiteren versuchen wir die optimale Kurve des Marktes zu finden, also eher Staatsanleihen oder doch lieber einen Supranationalen Emittenten oder Agentur, wenn wir eine Spread-Einnegung erwarten.

Wir können auch innerhalb eines Marktes (Intramarket Trading) an Formänderungen der Zinsstrukturkurven profitieren, indem wir Curve Flattener/Steeper oder auch Barbell Strategien einsetzen.

**Fazit:  
Nur durch aktives Management  
kann das volle Potenzial im  
Anleihebereich abgeschöpft  
werden**

Das von uns favorisierte Anleihen-Universum bietet Anlegern eine vielfältige, liquide und attraktive Ertragsquelle mit erheblichen Diversifizierungsmöglichkeiten. Zusammen mit dem deutlichen Anstieg der globalen Renditen und der von uns erwarteten De-Synchronisierung der Volkswirtschaften ergeben sich wieder viele Chancen mit altbewährten Methoden des Rentenmanagements. Dennoch: die „solide, alte Rentenwelt“ gibt es so nicht mehr. Die Welt befindet sich im stetigen Wandel. Ein aktiver Ansatz ist unerlässlich, um in das riesige und komplexe globale Anleiheuniversum zu investieren. Wenn man jedoch über die nötige Expertise verfügt und das Handwerkszeug in Form von klassischen Rentenmanagement beherrscht, bietet der Sektor jetzt einen attraktiven Neustart für solides Anleihemanagement als Basis für jedes Portfolio.

## Autoren & Portfoliomanagement



**BRAIN-  
WORK  
BY TBF.**



### Guido Barthels

Senior Portfoliomanager TBF

Fokus:  
**Developed Markets**

Der diplomierte Volks- und Wirtschaftswissenschaftler begann seine Investmentlaufbahn 1987 beim Bankers Trust und war nach Stationen bei JP Morgan und Dresdner Kleinwort die letzten elf Jahre CIO bei Ethenea Independent Investors und hauptverantwortlicher Manager für globale Anleihen in den entwickelten Nationen. Er war maßgeblich am Erfolg des Hauses beteiligt und konnte mit seinen Ansätzen entscheidende Mehrwerte für sämtliche Anleiheportfolios liefern.



### Roman Kostal

Senior Portfoliomanager TBF

Fokus:  
**Developed & Emerging Markets**

Roman Kostal verfügt über mehr als 25 Jahre Erfahrung im Management von globalen Fixed Income Fonds und Mandaten. Zuvor verantwortete er bei MainFirst, Eaton Vance und Oechsle International die Verwaltung der globalen Rentenfonds und -mandate mit aktivem Währungsansatz vor allem für institutionelle Kunden. Roman absolvierte seinen Bachelorabschluss an der wirtschaftswissenschaftlichen Universität Ostrava (Tschechien) und seinen Abschluss als Betriebswirt an der Universität Regensburg. Zudem ist er geprüfter European Financial Analyst (CEFA).

#### Der TBF FIXED INCOME:

Die aktiv verwaltete TBF FIXED INCOME Strategie basiert auf einer fundamentalen Top-Down-Makro-analyse eines erfahrenen und sich vielseitig ergänzendes Investmentteams mit langjähriger, fundierter Expertise in DM- & EM-Anleihenmärkten.

Das Ziel ist eine attraktive Gesamtrendite zu erzielen, die im Einklang mit Kapitalerhalt und einer umsichtigen Anlageverwaltung steht.

Dabei fokussieren wir uns auf Staats- und staatsähnliche Anleihen vorwiegend im Investment-Grade (bis zu 10% im Non-IG-Bereich), die geringe Ausfallrisiken haben. Die Währungen lassen wir grundsätzlich ungesichert. Dadurch wird der Diversifizierungseffekt noch verstärkt, da bei einer dauerhaften Währungsabsicherung („fully hedged“) die Renditevorteile derausländischen Anleihen um die Absicherungskosten reduziert und das langfristige Potenzial für Währungsgewinne eliminiert bzw. deutlich verkleinert wird.

## Kontakt



**Dirk Zabel**  
Geschäftsführung

Phone +49 40 308 533 533  
E-Mail [dirk.zabel@tbfsam.com](mailto:dirk.zabel@tbfsam.com)



**Sven Wiede**  
Vertriebsdirektor, CIIA

Phone +49 40 308 533 555  
E-Mail [sven.wiede@tbfsam.com](mailto:sven.wiede@tbfsam.com)



**Andreas Heiming**  
Vertriebsdirektor

Phone +49 40 308 533 511  
E-Mail [andreas.heiming@tbfsam.com](mailto:andreas.heiming@tbfsam.com)



**Lina Schlüter**  
Sales Managerin

Phone +49 40 308 533 544  
E-Mail [lina.schlueter@tbfsam.com](mailto:lina.schlueter@tbfsam.com)

## Wichtiger Hinweis

© 2022 TBF Global Asset Management GmbH (für vorstehende Texte und Bilder). Alle Rechte vorbehalten. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken. Historische Wertentwicklungen sind keine Garantie für eine ähnliche Entwicklung in der Zukunft. Diese ist nicht prognostizierbar. Die Abbildungen kurzfristiger Zeiträume (unter 12 Monaten) müssen im Kontext zur langfristigen Entwicklung gesehen werden. Alle Angaben zur Performance verstehen sich netto, das heißt, inklusive aller Fondskosten ohne eventuell bei den Kunden anfallenden Bank-, Verwaltungs- und Transaktionsgebühren sowie Ausgabeaufschlägen. Die Angaben beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Der Fonds weist aufgrund seiner Zusammensetzung und seiner Anlagepolitik ein nicht auszuschließendes Risiko erhöhter Volatilität auf, d.h. in kurzen Zeiträumen nach oben oder unten stark schwankender Anteilspreise. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass dies keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen darstellt. Anlageentscheidungen sollten nur auf der Grundlage der Wesentlichen Anlegerinformationen (WAI) und der geltenden Verkaufsprospekte getroffen werden, die auch die allein maßgeblichen Vertragsbedingungen enthalten. Die Verkaufsprospekte werden bei der jeweiligen Depotbank und den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsprospekte sind zudem erhältlich im Internet unter: [www.tbfsam.com](http://www.tbfsam.com) oder auf den Internetseiten der jeweiligen Kapitalanlagegesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Alle Aussagen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht zwingend die Meinung einer der in dieser Information genannten Gesellschaften dar. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hier genannten Gesellschaften übernehmen keine Haftung für die Verwendung dieser Information oder deren Inhalt. Änderungen dieser Information oder deren Inhalt, einschließlich Kopien hiervon, bedürfen der vorherigen ausdrücklichen Erlaubnis des Herausgebers TBF Global Asset Management GmbH.